

2023. 11. 10



▲ 금융

Analyst **조아해**  
02. 6454-4870  
like.cho@meritz.co.kr

RA **조혜빈**  
02. 6454-4905  
hevin.cho@meritz.co.kr

**Buy** (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

**적정주가 (12개월)** **6,400 원**

**현재주가 (11.9)** **4,270 원**

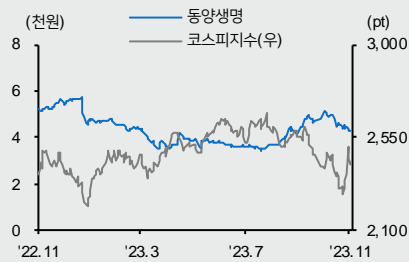
**상승여력** **49.9%**

KOSPI	2,427.08pt
시가총액	6,890억원
발행주식수	16,136만주
유동주식비율	20.55%
외국인비중	82.89%
52주 최고/최저가	5,750원/3,405원
평균거래대금	9.0억원

**주요주주(%)**  
Dajia Life Insurance Co., Ltd. 외 4 인 75.39

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-14.3	8.7	-16.6
상대주가	-14.9	12.4	-16.7

**주가그래프**



# 동양생명 082640

## 3Q23 Review: 양호한 보험손익

- ✓ 3Q23 당기순이익 172억원(-60.6% QoQ): 투자손익 적자전환으로 부진
- ✓ 보험손익 672억원(+21.9% QoQ): CSM 잔액 +2.8% QoQ
- ✓ 투자손익 456억원 적자(적전 QoQ): 금리 상승으로 인한 FVPL 적자
- ✓ K-ICS비율 183.0%(+20.5%p QoQ): 대량해지 재보험 출재 영향
- ✓ 투자의견 BUY, 적정주가 6,400원 유지

### 3Q23 당기순이익 172억원: 보험손익 양호

동양생명 3Q 당기순이익은 172억원(-60.6% QoQ)으로 투자손익이 적자전환함에 따라 부진했으나 보험손익은 양호했다.

**[보험손익]** 672억원(+21.9% QoQ)으로 기록했다. 가이드라인 영향(기타 -188억원; 실손 가이드라인 관련 120억원, CSM 수익인식 관련 25억원)에도 불구하고, 신계약 CSM 성장 기반 CSM상각 증가(+8.0% QoQ)에 기인한다. **[CSM Movement]** 3Q CSM 잔액은 2,57조원으로 전분기대비 2.8% 증가(vs. 2Q +0.8% QoQ)했다. 1) 신계약 CSM은 2,021억원(vs. 2Q 1,825억원; 보장성 APE +9.4% QoQ, +89.1% YoY)을 기록하였으며, 2) CSM조정폭은 914억원으로 전분기 1,255억원대비 축소되었다. **[투자손익]** 456억원 적자(적전 QoQ)를 기록하며 부진한 실적을 기록한 원인으로 작용했다. 보험금융손익을 제외한 투자서비스손익이 전분기대비 45.9% 감소했다. 금리 상승으로 인한 FVPL 적자가 주요한 원인이다. **[킵스비율]** 3Q23 K-ICS비율은 183.0%(+20.5%p QoQ) 큰 폭으로 개선되었다. 이는 후순위채 1,000억원 상환에 따른 가용자본 감소(-4.0%p)에도 불구하고, 1) 대량해지 재보험 출재에 따른 보험위험액 감소(+16.5%p), 2) 일시납 관련 위험액 감소(+8.0%p)에 기인한다.

### 부각되는 저평가 매력도

동사에 대해 투자의견 Buy, 와 적정주가 6,400원을 유지한다. CSM 성장률 및 K-ICS비율 개선폭 기반 저평가 매력도가 부각되고 있다. 과거 동사의 주요 투자포인트였던 높은 배당수익률이 가시화되고 있다(23E 8.2% vs. 업종 평균 6.6%). 물론 투자손익 변동에 대한 확인이 필요하나, PBR 0.2배는 이에 대해 충분히 반영된 상황으로 판단된다.

(십억원)	보험손익	투자손익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (배)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2023E	244	74	251	1,557	n/a	19,435	2.7	0.2	8.0	0.8	8.2
2024E	282	65	263	1,631	4.8	20,458	2.6	0.2	8.0	0.9	9.1
2023E	299	69	279	1,730	6.0	21,642	2.5	0.2	8.0	1.0	10.3

표1 동양생명 3Q23 실적 요약

(십억원)	3Q23P	(% YoY)	(% QoQ)	당사예상치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
보험손익	67.2	n/a	21.9	51.6			
투자손익	(45.6)	n/a	(2,672.3)	1.8			
영업이익	21.6	n/a	(62.2)	53.4			
<b>당기순이익</b>	<b>17.2</b>	n/a	<b>(60.6)</b>	<b>39.8</b>	<b>(56.7)</b>	<b>32</b>	<b>(46.3)</b>

자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

표2 동양생명 연간이익 전망 변경

(십억원)	New		Old		차이	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
당기순이익	251	263	285	286	(11.9)	(7.8)

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 동양생명 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23P	2023E	2024E
<b>보험손익</b>	<b>61.1</b>	<b>55.1</b>	<b>67.2</b>	<b>243.9</b>	<b>282.5</b>
일반/변동수수료모형(VFA)	67.7	62.4	70.3	266.0	300.2
CSM상각	64.9	62.6	67.6	263.9	285.9
RA환입	11.3	11.2	11.4	44.9	40.7
예실차 및 기타	(8.5)	(11.3)	(8.7)	(42.7)	(26.5)
보험료배분(PPA)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재보험손익	(0.3)	(1.0)	4.0	4.2	9.5
기타사업비	(6.3)	(6.2)	(7.1)	(26.3)	(27.3)
<b>투자손익</b>	<b>134.3</b>	<b>1.8</b>	<b>(45.6)</b>	<b>74.1</b>	<b>64.9</b>
보험금융손익	(305.6)	(261.5)	(188.0)	(938.1)	(887.8)
투자서비스손익	439.9	263.3	142.4	1,012.2	952.7
FVPL 평가손익	133.9	2.7	(84.6)	(18.0)	(113.4)
기타	306.0	260.6	227.0	1,030.2	1,066.1
<b>영업이익</b>	<b>195.7</b>	<b>57.3</b>	<b>21.6</b>	<b>318.8</b>	<b>347.4</b>
영업외이익	0.3	(0.7)	0.3	0.2	1.2
세전이익	196.0	56.6	22.0	319.0	348.6
법인세비용	(39.4)	(12.8)	(4.7)	(67.8)	(85.4)
<b>당기순이익</b>	<b>156.6</b>	<b>43.8</b>	<b>17.2</b>	<b>251.2</b>	<b>263.2</b>

주: 별도기준

자료: 동양생명, 메리츠증권 리서치센터

동양생명(082640)

Balance Sheet (별도)

(십억원)	2023E	2024E	2025E
운용자산	29,525	30,724	31,971
현금및예치금	673	701	729
유가증권	22,083	22,979	23,912
FVPL	5,382	5,600	5,828
FVOCI	16,555	17,227	17,926
AC	0	0	0
대출채권	6,452	6,714	6,987
부동산	317	330	344
비운용자산	485	505	525
특별계정자산	1,181	1,181	1,181
<b>자산총계</b>	<b>30,166</b>	<b>28,427</b>	<b>27,752</b>
책임준비금	25,238	23,334	22,468
보험계약부채	22,587	20,575	19,597
최선추정(BEL)	19,518	17,339	16,138
위험조정(RA)	420	364	334
보험계약마진(CSM)	2,609	2,818	3,070
보험료배분접근법(PAA)	0	0	0
투자계약부채	2,640	2,747	2,858
기타부채	684	684	684
<b>부채총계</b>	<b>27,030</b>	<b>25,126</b>	<b>24,260</b>
자본금	807	807	807
자본잉여금	464	464	464
신종자본증권	345	345	345
이익잉여금	1,260	1,460	1,668
해약환급금준비금	644	791	940
자본조정	(61)	(61)	(61)
기타포괄손익누계액	321	286	269
<b>자본총계</b>	<b>3,136</b>	<b>3,301</b>	<b>3,492</b>

Key Financial Data I

(십억원)	2023E	2024E	2025E
<b>주당지표 (원)</b>			
EPS	1,557	1,631	1,730
BPS	19,435	20,458	21,642
수정 BPS	27,494	28,567	29,992
보통주 DPS	350	390	440
<b>Valuation (배, %)</b>			
PER	2.7	2.6	2.5
PBR	0.2	0.2	0.2
수정 PBR	0.2	0.1	0.1
배당성향	22.5	24.0	25.5
보통주 배당수익률	8.2	9.1	10.3
<b>재무비율 (%)</b>			
ROA	0.8	0.9	1.0
ROE	8.0	8.0	8.0
수정 ROE	5.7	5.7	5.8

Income Statement (별도)

(십억원)	2023E	2024E	2025E
<b>보험손익</b>	<b>244</b>	<b>282</b>	<b>299</b>
일반/변동수수료모형(VFA)	266	300	317
CSM 상각	264	286	296
RA 환입	45	41	37
예상차 및 기타	(43)	(26)	(16)
보험료배분(PPA)	0	0	0
재보험손익	4	10	9
기타사업비	(26)	(27)	(27)
<b>투자손익</b>	<b>74</b>	<b>65</b>	<b>69</b>
보험금융손익	(938)	(888)	(831)
투자서비스손익	1,012	953	900
FVPL 평가손익	(18)	(113)	(209)
기타	1,030	1,066	1,109
<b>영업이익</b>	<b>319</b>	<b>347</b>	<b>368</b>
영업외이익	0	1	1
세전이익	319	349	370
법인세비용	(68)	(85)	(91)
<b>당기순이익</b>	<b>251</b>	<b>263</b>	<b>279</b>

Key Financial Data II

	2023E	2024E	2025E
<b>보험손익</b>			
신계약 CSM	747	738	743
CSM 배수 (배, 개월) -APE 기준	12.0	12.1	12.2
CSM 상각률 (%)	8.5	8.5	8.3
<b>CSM Movement</b>			
기초 CSM	2,374	2,609	2,818
신계약 CSM	747	738	743
이자부리	103	112	121
CSM 조정	(351)	(355)	(317)
CSM 상각	(264)	(286)	(296)
기말 CSM	2,609	2,818	3,070
<b>투자손익</b>			
투자서비스 수익률	3.4	3.1	2.8
FVPL 제외 투자서비스 수익률	3.5	3.5	3.5

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**동양생명 (082640) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

